

Désinflation et stratégies de politique monétaire dans les pays accédants

Les pays accédants ont accompli des progrès considérables en matière de désinflation au cours de la dernière décennie. La littérature consacrée à ce phénomène met généralement en avant le rôle joué par les facteurs non monétaires. On montre ici qu'une contribution essentielle a aussi été apportée par les différentes stratégies de politique monétaire adoptées au cours de cette période. Au seuil de l'entrée de ces pays dans l'Union européenne, on s'interroge cependant sur le caractère soutenable des bas taux d'inflation observés à la mi-2003 dans certains d'entre eux. Les incertitudes relatives à cette soutenabilité militent en faveur d'une attitude pragmatique de ces pays au moment de l'accession dans l'Union et suggèrent l'adoption d'un calendrier raisonné en ce qui concerne leur intégration dans le mécanisme de change européen (MCE2).

Laurent CLERC et Sylvain GOUTERON
Direction des Études économiques et de la Recherche
Service d'Études sur les politiques monétaire et financière

Les référendums organisés en Estonie et en Lettonie, respectivement les 14 et 20 septembre derniers, ont achevé le cycle des consultations publiques devant conduire, à partir de mai 2004, au cinquième élargissement de l'Union européenne.

À cette date, si le rapport d'évaluation préparé par la Commission émet un avis favorable sur leur état de préparation, huit pays d'Europe centrale et orientale (Estonie, Hongrie, Lettonie, Lituanie, Pologne, Slovaquie, Slovénie et République tchèque) et deux pays méditerranéens (Malte et Chypre) rejoindront l'Union.

En dépit d'une certaine hétérogénéité, ces États ont accompli des progrès considérables en matière de désinflation sur une période relativement courte. Si l'on s'accorde généralement sur l'importance des facteurs non monétaires à l'origine de ce processus, le présent article vise à mettre en lumière le rôle spécifique joué par la politique monétaire.

Après avoir décrit les principales phases de la désinflation dans une première partie, on cherche à évaluer la contribution de la politique monétaire en mettant en perspective les différentes stratégies d'ancrage nominal dans une deuxième partie. On s'interroge enfin, dans une troisième partie, sur la soutenabilité des bas taux d'inflation observés actuellement et l'on présente les éventuels dilemmes de politique monétaire et de stabilité financière qui pourraient se poser dans la perspective d'une participation rapide au mécanisme de change européen.

1. La désinflation dans les pays accédants

Les progrès accomplis par les pays accédants au cours de la dernière décennie en termes de convergence nominale, et plus particulièrement d'inflation, ont été impressionnants. Durant cette courte période, les pays d'Europe centrale et orientale (PECO) sont passés, dans un contexte de dérégulation et de libéralisation des échanges, de l'hyperinflation à une inflation généralement modérée, l'évolution des prix à la consommation en glissement annuel y étant partout inférieure à 10 % en juin 2003.

Bien que différente, l'expérience des pays méditerranéens montre, elle aussi, une tendance similaire à la désinflation et une dynamique des prix de plus en plus proche de celle observée dans l'Union européenne et la zone euro.

De nombreux travaux ont déjà été consacrés à l'étude de ce phénomène¹ dans les PECO. Ils s'accordent généralement pour distinguer quatre phases principales dans ce processus de désinflation, que l'on retrouve dans les graphiques présentés ci-après.

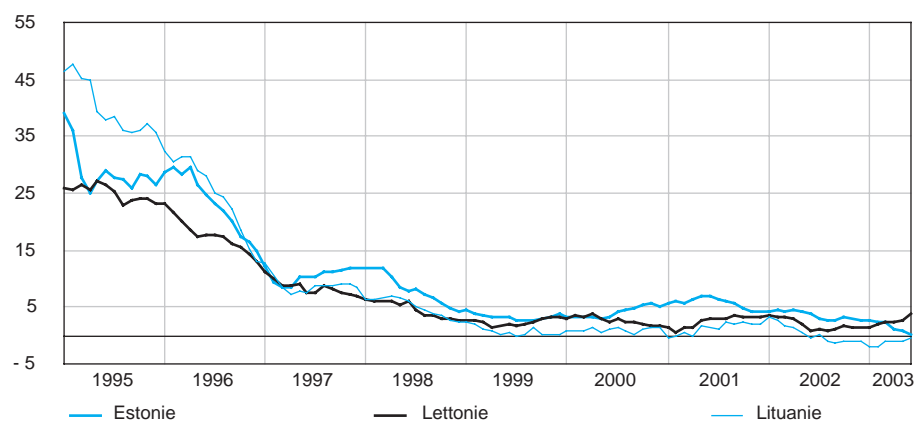
Après une étape initiale de transition, caractérisée par une très forte croissance des prix et une forte dépréciation du taux de change, une première phase de désinflation rapide apparaît dans la plupart de ces pays : les taux d'inflation chutent d'un niveau

¹ Voir en particulier Dabrowski (1998), Backé (2002), Backé et alii (2002). Voir également l'article de E. Kurtz, J-P. Yanitch et C. Pouvelle consacré à « L'impact de l'élargissement sur la convergence dans l'Union européenne » dans le numéro 118 du *Bulletin*.

généralement supérieur ou proche de 40 % en 1994-1995, à des niveaux inférieurs à 10 % dès le début de l'année 1997. Cette réduction est particulièrement marquée dans le cas des pays baltes (Estonie, Lettonie, Lituanie), tandis que le mouvement semble plus graduel en Hongrie et en Pologne. Par contre, en République tchèque, l'inflation semble se stabiliser durablement à un niveau proche de 10 %.

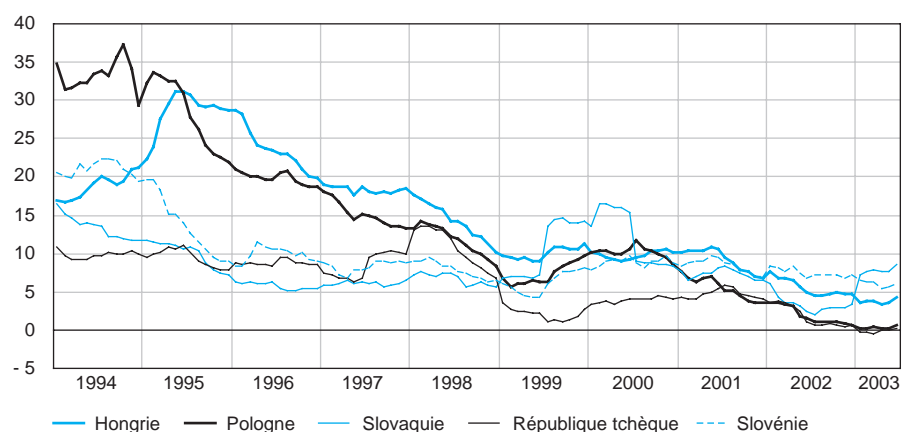
Graphique 1
Inflation dans les pays baltes

(glissement annuel en %)

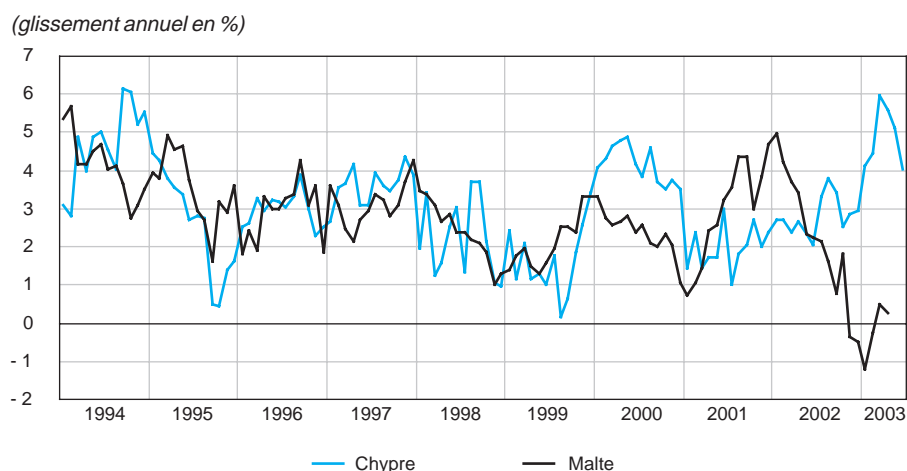


Graphique 2
Inflation dans les PECO

(glissement annuel en %)



Graphique 3
Inflation dans les pays méditerranéens



Source : FMI, *International Finance Statistics*

Après une pause au cours des années 1997 et 1998, le processus de désinflation reprend dans la plupart des PECO, notamment dans les pays baltes durement frappés par l'effondrement de la demande extérieure russe consécutif à la crise de l'automne 1998.

Une succession de chocs d'offre négatifs, notamment énergétiques et agricoles, est cependant à l'origine d'une résurgence temporaire de l'inflation à partir de la mi-1999, à l'instar de ce que l'on observe dans la plupart des pays industrialisés.

Toutefois, la mi-2001 marque le début d'une nouvelle phase de désinflation, particulièrement nette en Hongrie, Pologne, République tchèque ainsi que dans les pays baltes. En juin 2003, certains de ces pays connaissent une situation proche de la stabilité, voire de baisse, du niveau général des prix. La dispersion des taux d'inflation s'est considérablement réduite au cours de ce processus : les glissements annuels sont à présent compris entre un maximum de 8,5 % en Slovaquie et un minimum de -0,4 % en Lituanie ².

En apparence, si le rapprochement du rythme de hausse des prix vers la valeur de référence ³ déterminée selon le critère de Maastricht (2,9 % en moyenne sur l'année 2002) ne semble pas hors de portée pour la plupart des pays accédants, on peut néanmoins s'interroger sur la soutenabilité de certains niveaux d'inflation particulièrement bas. D'une part, il existe des facteurs structurels (processus de rattrapage et effets induits de type Balassa-Samuelson ; dérégulation des prix administrés ; homogénéisation de la fiscalité ; alignement des prix agricoles dans le cadre de la Politique agricole commune) qui pourraient impliquer une résurgence

² À titre de comparaison, le glissement annuel des prix en janvier 1994 atteint un maximum de 177 % en Lituanie et un minimum de 3,1 % à Chypre.

³ Moyenne arithmétique des trois meilleures performances en matière d'inflation au sein de l'Union européenne + 1,5 %, selon la définition des critères de Maastricht. Il convient ici de rappeler que ces critères ne s'appliquent que pour l'entrée dans la zone euro.

des pressions inflationnistes à brève échéance (Ådhal, 2003). D'autre part, les choix opérés en matière de politique monétaire et de régime de change recèlent d'éventuels dilemmes qui font l'objet du présent article.

2. Contribution de la politique monétaire à la désinflation

Si la désinflation observée dans la plupart des pays accédants trouve en partie son origine dans de nombreux facteurs non monétaires, les stratégies de politique monétaire, y compris les objectifs de change, ont également joué un rôle fondamental dans l'orientation des prix et des anticipations des agents.

Persistance de l'inflation

Une façon simple de caractériser la dynamique des prix dans les pays accédants et d'en inférer la contribution de la politique monétaire est d'analyser le degré de persistance de l'inflation.

On s'attend, en théorie ⁴, à ce que le passage à une situation de faible inflation augmente le degré de persistance de l'inflation, au sens où un choc inflationniste non anticipé aura un impact durable, voire permanent, sur le niveau de l'inflation. En effet, l'éventuelle présence de rigidités nominales à la baisse des prix et des salaires peut rendre de plus en plus coûteuse, en termes économiques et sociaux, la poursuite du mouvement de baisse des prix alors que ceux-ci sont déjà bas.

En s'appuyant sur des travaux récents d'Orphanides et Williams (2002) ou de Jaeger (2003), on peut chercher à mettre en évidence le degré de persistance de l'inflation à partir d'une modélisation simple de la dynamique des prix :

$$\pi_t = (1 - \phi) \pi^* + \phi \pi_{t-12} + \eta_t \quad (1)$$

où π_t représente le glissement annuel des prix à la consommation. Le degré de persistance de l'inflation est déterminé par le paramètre ϕ , qui mesure la relation entre l'inflation courante et l'inflation retardée de 12 mois ⁵. Pour $|\phi| < 1$, π^* correspond au taux d'inflation à long terme, *i.e.* en régime permanent. On peut également interpréter ce paramètre comme la cible d'inflation de long terme des autorités monétaires. Enfin, η_t , le terme d'erreur, représente la séquence des chocs non corrélés sur l'inflation, que l'on suppose de moyenne nulle et d'écart-type σ_η .

En partie, la dynamique des prix, telle que traduite par l'équation (1), est directement influencée par le comportement des banques centrales. En effet, ces dernières précisent généralement, dans le cadre de leur stratégie de politique monétaire, leur

⁴ Voir par exemple Akerlof, George, W. T. Dickens et G. L. Perry (1996) : « *The Macroeconomics of Low Inflation* », Brookings Papers on Economic Activity, n° 1 ou Ball, Lawrence (1991) : « *The Genesis of Inflation and the Costs of Disinflation* », Journal of Money, Credit and Banking, n° 23, vol 2, août.

⁵ Les données étant mensuelles, on s'attache à la relation qui unit les glissements annuels des prix sur deux périodes consécutives ne se chevauchant pas.

objectif pour π^* et peuvent ajuster l'orientation de leur politique monétaire en fonction des déviations observées ou anticipées de l'inflation par rapport à cet objectif. Elles peuvent également accommoder les chocs exogènes (η_t) en fonction de leur nature et de leur ampleur (σ_{η}), de façon à limiter la volatilité de l'inflation courante. Enfin, elles peuvent agir sur le degré de persistance de l'inflation (ϕ). Par exemple, si elles désirent ramener le taux d'inflation au point médian d'une fourchette cible à un horizon d'un an et demi à deux ans, les chocs affectant la valeur courante de l'inflation seront inversés sur cette période. En conséquence, il n'y aura pas de corrélation ($\phi = 0$), voire une corrélation négative ($\phi < 0$), entre l'inflation actuelle et l'inflation retardée. En revanche, dans le cas où les autorités monétaires ne s'engagent pas à maintenir un objectif de stabilité des prix, une accélération de l'inflation présente tend à être persistante et l'on observera une liaison positive entre inflations actuelle et passée. Par contre, si ces mêmes autorités accentuent le caractère préventif de leur politique monétaire, elles pourront éventuellement réduire la valeur du paramètre ϕ .

Bien évidemment, les banques centrales ne disposent pas d'un parfait contrôle sur chacun de ces paramètres. Les anticipations d'inflation, les chocs exogènes et le degré de persistance sont déterminés par de nombreux autres facteurs, à la fois conjoncturels et structurels, sur lesquels la politique monétaire n'a guère de prise. Il faut donc se garder d'une interprétation trop littérale des résultats présentés par la suite.

Malgré ces réserves, l'estimation de l'équation (1) fournit des informations sur la contribution de la politique monétaire à la désinflation. Cette estimation, réalisée pour l'ensemble des pays accédants, ainsi que la zone euro à titre comparatif, est conduite sur la période allant de janvier 1997 à juin 2003, c'est-à-dire une fois estompés les épisodes d'hyperinflation relatifs à la phase initiale de transition. Elle délivre les résultats suivants.

Persistance de l'inflation

Estimation sur la période 1997-2003

Pays accédants	ϕ	π^*	σ_{η}	R ² ajusté	σ_{π}	Inflation courante
Estonie	0,29	4,3	2,3	0,44	3,1	0,3
Lettonie	0,39	2,0	1,1	0,80	2,5	3,8
Lituanie	0,32	<i>0,6</i>	1,8	0,71	3,4	- 0,4
Hongrie	0,71	3,4	4,5	0,78	2,1	4,3
Pologne	0,75	0,0	2,8	0,66	4,9	0,6
Slovaquie	- 0,46 (a)	7,9	3,3	0,12	3,5	8,5
Slovénie	- <i>0,18</i>	7,8	1,3	0,03	1,3	6,0
République tchèque	0,33 (b)	3,8	3,6	0,09	3,8	0,3
Chypre	- 0,52	2,8	1,1	0,20	1,2	4,0
Malte	- 0,91	2,5	0,9	0,47	1,2	0,3
Zone euro	0,52	1,9	0,46	0,41	0,60	1,9

NB : en gras, les coefficients significatifs au seuil de 5 % , en italique au seuil de 10 %

(a) Cumul des retards à 12 et 24 mois

(b) Inflation retardée de 2 ans

Source : FMI International Finance Statistics

Estimation : Banque de France

Bien que très simple, l'équation (1) semble capter, de façon globalement satisfaisante, la dynamique des prix dans la plupart des pays accédants, hormis dans le cas de la Slovaquie, de la Slovénie et de la République tchèque où son pouvoir explicatif est pratiquement nul.

L'estimation du degré de persistance de l'inflation permet de dégager plusieurs groupes : les pays baltes, auxquels s'ajoute la République tchèque, semblent se caractériser par un faible degré de persistance de l'inflation par rapport à celui de la zone euro. À l'inverse, la Hongrie et la Pologne paraissent présenter un degré élevé de persistance des chocs, précédemment illustré par le caractère graduel de leur processus de désinflation. Enfin, la Slovaquie et les deux pays méditerranéens font apparaître une liaison négative significative entre inflations courante et passée.

Dans leur ensemble, ces économies paraissent également frappées par des chocs d'inflation (σ_η) largement supérieurs à ceux observés dans la zone euro. L'une des explications pourrait résider dans le fait que les banques centrales des pays accédants doivent accommoder le rythme de leur convergence nominale à celui de leur convergence réelle. Ce résultat reflète aussi, et peut-être principalement, la caractéristique de « petites économies ouvertes », donc plus sensibles aux chocs externes — en particulier pétroliers —, de l'ensemble de ces pays. Il en résulte une volatilité plus marquée de l'inflation observée (σ_π).

Enfin, les estimations de π^* permettent, elles aussi, de distinguer plusieurs groupes de pays : ceux dont l'inflation de long terme serait faible, peu éloignée de leur inflation courante (observée en juin 2003), comme la Lettonie, la Hongrie et Chypre ; un deuxième groupe rassemblant les pays à inflations de long terme et courante élevées, telle que la Slovaquie et la Slovénie, dont il semble également que la dynamique observée des prix est en ligne avec l'inflation de long terme mais dont le niveau est substantiellement plus élevé que celui de la valeur de référence du traité de Maastricht ; un troisième groupe, composé de l'Estonie, la République tchèque et Malte, dans lequel l'inflation de long terme serait substantiellement supérieure à l'inflation courante, ce qui soulève quelques interrogations sur la soutenabilité des bas rythmes actuels d'inflation ; enfin, la Pologne et la Lituanie, où l'inflation de long terme serait non significativement différente de zéro, c'est-à-dire largement inférieure à celle de la zone euro, ce qui, dans le cadre très simplifié qui est ici retenu, pourrait être interprété comme une faible crédibilité des objectifs d'inflation.

Ces résultats sont cependant fragiles et sans doute peu robustes aux changements de régimes que constituent la phase de convergence et, ultérieurement, l'accession à l'Union européenne.

Par ailleurs, le paramètre π^* ne peut, à lui seul, être identifié à une ancre nominale. Il convient, en particulier si l'on cherche à mieux caractériser les stratégies de politique monétaire adoptées par les pays accédants et leur contribution à la désinflation, d'identifier plus précisément les variables qui assurent cette fonction. Or, les stratégies monétaires mises en œuvre dans les pays accédants offrent une palette complète, du *currency board* au ciblage d'inflation.

Les différentes stratégies de politique monétaire

Le tableau ci-après récapitule les principales caractéristiques des stratégies de politique monétaire, incorporant le choix du régime de change.

Stratégies de politique monétaire

	Cibles d'inflation / monétaire / autres	Régime de change
Estonie	– Caisse d'émission (<i>Currency board</i>)	– depuis 1992, <i>currency board</i> strict (en euro depuis 1999).
Lettonie	– Ancrage nominal par le change (DTS)	– jusqu'en 1994 : régime de change flottant – depuis 1994 : régime de change fixe vis-à-vis du DTS (29 % d'euro) officialisé en 1997
Lituanie	– <i>Currency board</i>	– jusqu'en 1994, régime de change flottant – depuis 1994, <i>currency board</i> strict, en euro depuis 2002
Hongrie	Cible d'inflation depuis 2001 : – 7% (+/- 1 %) à horizon de déc. 2001 – 4,5 % (+/- 1 %) pour déc. 2002 – 3,5 % (+/- 1 %) pour 2003 et 2004 – autour de 2 % en 2005 - 2006	– jusqu'en 1995 : régime de change fixe – de 1995 à 2001 : <i>crawling peg</i> à bandes larges – depuis 2001 : régime de change fixe vis-à-vis de l'euro, avec bandes de fluctuations de +/- 15 %
Pologne	Cible d'inflation depuis 1998 : – 6,4 à 7,8 % en 1999 – 5,4 à 6,8 % en 2000 – 6 à 8 % en 2001 – 4 à 6 % en 2002 – 2,5 % (+/- 1 %) à moyen terme	– jusqu'en 1991 : régime de change fixe – de 1991 à 1995 : <i>crawling peg</i> – de 1995 à 2000 : <i>crawling peg</i> à bandes larges – depuis 2000 : régime de change flottant
Slovaquie	– approche multivariée : cible d'inflation implicite (inflation sous-jacente) et suivi de la masse monétaire	– jusqu'en 1997 : régime de change fixe – en 1996 et 1997 : <i>crawling peg</i> à bandes de +/- 7 % – depuis 1998 : flottement géré
Slovénie	– cible informelle d'inflation à moyen terme – norme de progression monétaire <i>M3</i> de 4 % – suivi d'indicateurs dont le taux de change	– depuis 1992, flottement géré : <i>crawling peg</i> de fait vis-à-vis du deutschemark puis de l'euro
République tchèque	Cible d'inflation depuis 1997 : – 5,5 à 6,5 % en 1998 – 4 à 5 % en 1999 – 3,5 à 5,5 % en 2000 – 2 à 4 % à fin 2005	– jusqu'en 1996 : régime de change fixe – 1996 : <i>crawling peg</i> à bandes de +/- 7,5 % (panier composé à 65 % de deutschemark et à 35 % de dollar) – de 1997 à 2001 : flottement géré – depuis 2001 : régime de change flottant
Chypre	– Ancrage nominal par le change	– jusqu'en 2001, régime de change fixe vis-à-vis du deutschemark puis de l'euro avec bandes de fluctuations de +/- 2,25 % – depuis 2001, régime de change fixe vis-à-vis de l'euro avec bandes de fluctuations de +/- 15 %
Malte	– Ancrage nominal par le change	– change fixe vis-à-vis d'un panier de monnaie, composé à 70 % d'euro

Sources : Banques centrales nationales ; *FMI International Finance Statistics* ; Schaechter *et alii* (2000) ; Jonas et Miskhin (2003)

Les stratégies de politique monétaire adoptées dans les pays accédants couvrent un très large spectre, allant de celles reposant sur une règle clairement spécifiée — cas des caisses d'émission (*currency boards*) — aux plus discrétionnaires — approches multivariées ou implicites — pour reprendre la taxonomie de Blinder *et alii* (2001). Il est donc difficile, dans la mesure où l'ensemble des pays accédants est parvenu à contenir avec succès les pressions inflationnistes, de dégager une stratégie de politique monétaire optimale.

Toutefois, il ressort de ce tableau que, dans la plupart des cas, la désinflation a été avant tout obtenue à l'aide d'un ancrage nominal par le change. Ce constat est cependant à nuancer dans le cas de la Slovénie, voire la Slovaquie, qui ont aussi utilisé, semble-t-il avec succès, un ancrage monétaire.

En termes de régimes de change, les stratégies adoptées ont évolué au cours du temps. Une distinction pourrait être opérée en fonction de la taille des économies considérées.

Les plus grands pays ont pratiquement tous évolué vers une stratégie de ciblage de l'inflation et ont adopté un régime de change flottant. En effet, le régime de change fixe s'est avéré difficilement soutenable, en raison notamment de l'ampleur des déficits courants et des tensions sur les marchés de change (attaques spéculatives sur les couronnes tchèque et slovaque en 1997 et 1998)⁶. L'adoption du régime de change flottant s'est donc peu à peu généralisée, mais le flottement de la devise est généralement géré par les autorités, qui ont pour objectif implicite une stabilisation du taux de change nominal avec l'euro. Seule la Hongrie a, de fait, adopté, depuis 2001, un régime de taux de change fixe vis-à-vis de l'euro, avec des bandes de fluctuations de +/- 15 %.

A contrario, les petits pays ont adopté, dès le début de la phase de désinflation, et conservé par la suite une stratégie de politique monétaire reposant sur un ancrage nominal par le taux de change. Ainsi, l'Estonie et la Lituanie ont mis en place, respectivement en 1992 et 1994, un *currency board*, système dans lequel la base monétaire est indexée sur les réserves de change⁷, afin, en particulier, de juguler l'hyperinflation. La Lettonie, Chypre et Malte ont également adopté un système d'ancrage nominal par le change fondé sur une parité fixe de leur devise vis-à-vis de l'euro (panier de monnaie composé à 70 % d'euro dans le cas de Malte).

Désinflation et politique monétaire

Le rôle prépondérant des taux de change

Quelle que soit la stratégie de politique monétaire retenue ou le régime de change mis en place, les pays accédants d'Europe centrale et orientale ont tous connu une très forte appréciation de leur taux de change réel, tandis que, dans le même temps, le taux de change réel des pays méditerranéens paraissait globalement stable (cf. graphiques ci-après).

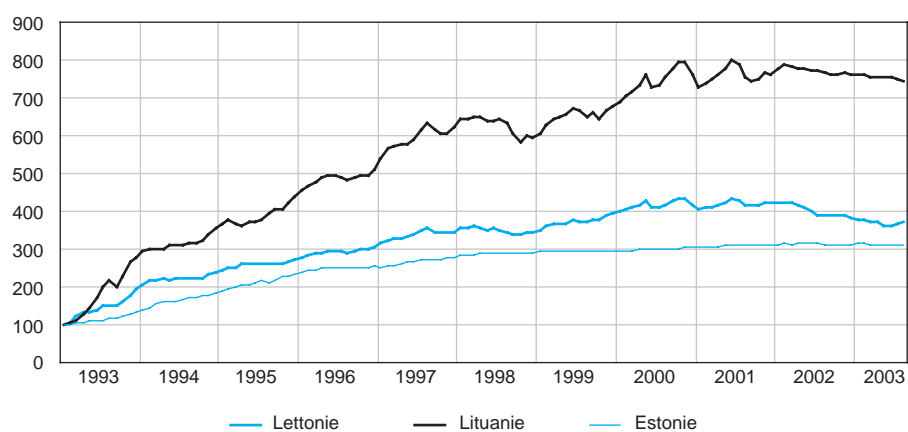
⁶ À titre d'illustration, le déficit courant atteint, en 1994, près de 10 % du PIB en Hongrie. Dès mars 1995 débute un programme d'ajustement comprenant notamment une dévaluation de 9 %. Le déficit courant tchèque s'élève, quant à lui, à plus de 7 % du PIB en 1996 avant que ne soit adopté, à partir de mai 1997, un système de flottement géré dont la mise en place est accompagnée par une dépréciation de l'ordre de 12 % de la couronne tchèque. Un déficit courant de l'ordre de 10 % est également observé en Slovaquie en 1997, avant le déclenchement des attaques spéculatives contre la devise slovaque.

⁷ Dans le système du *currency board*, les autorités monétaires s'engagent à échanger la devise nationale contre une devise étrangère définie à un taux fixe garanti, ce qui revient en pratique à renoncer à une politique monétaire autonome.

Graphique 4

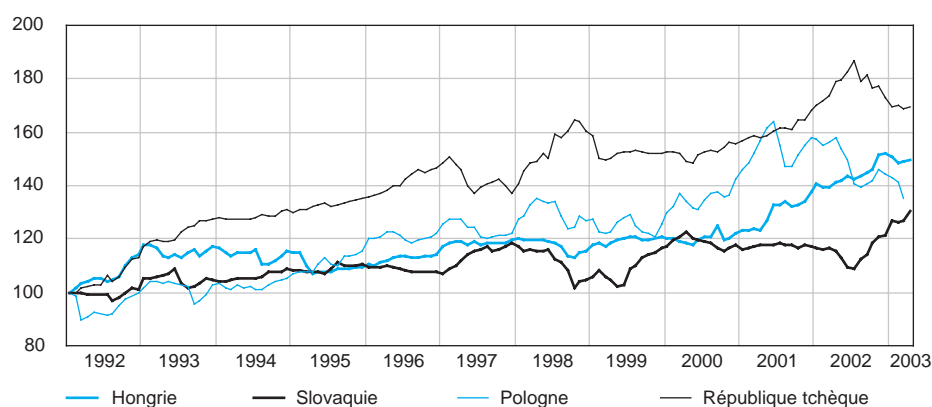
Taux de change réel par rapport à l'euro pour les pays baltes

Base 100 en janvier 1993

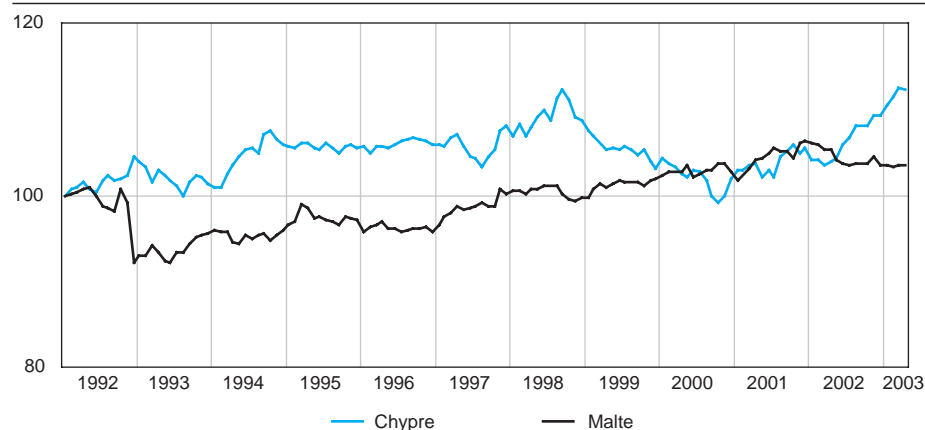


Sources : BCE, FMI, Banque de France

Graphique 5

Taux de change effectif réel dans les pays d'Europe centrale

Graphique 6

Taux de change effectif réel pour Chypre et MalteSources : BCE, FMI
Réalisation : Banque de France

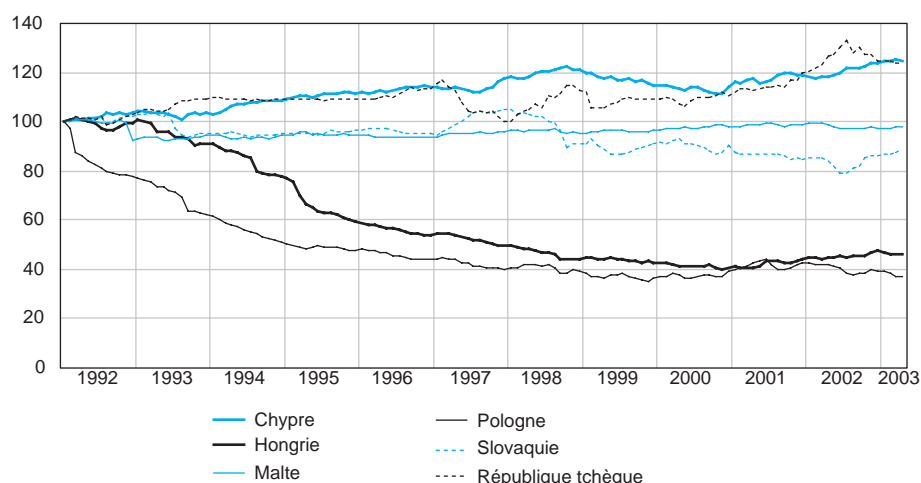
Dans le cas des PECO, il semble que l'appréciation ait été d'autant plus forte que le régime de change adopté était contraignant : les pays baltes à *currency board* semblent connaître une appréciation réelle substantiellement plus forte que celle des pays en régime de change fixe, dont l'appréciation de la monnaie paraît elle-même plus marquée que pour les pays ayant finalement opté pour un régime de change flottant⁸. Ce constat doit cependant être nuancé dans le cas des pays baltes, pour lesquels nous ne disposons que du taux de change réel vis-à-vis de l'euro et non exprimé en termes effectifs comme pour les autres pays.

En outre, il semble qu'à partir de l'année 2001, la Hongrie et la République tchèque connaissent une nouvelle phase d'appréciation réelle plus marquée que ce que l'on observe dans les autres pays, imputable en particulier aux importants flux d'investissements directs.

L'appréciation du taux de change réel peut s'effectuer par deux canaux : soit par celui du taux de change nominal, soit par celui du niveau des prix relatifs (c'est-à-dire par un écart d'inflation entre prix intérieurs et prix étrangers)⁹.

Dans le cas des pays ayant opté pour un *currency board* ou un régime de change fixe, l'appréciation du taux de change réel transite essentiellement par un ajustement des prix relatifs. Ce mécanisme illustre en particulier la trajectoire des pays baltes, qui ont connu, au début de leur phase de transition, des taux d'inflation très élevés.

Graphique 7
Taux de change effectif nominal
Base 100 : 1992



Source : FMI
Réalisation : Banque de France

⁸ Cf. sur ce point Coudert et Couharde (2002).

⁹ Le taux de change réel est défini par le produit du taux de change nominal et du rapport des prix intérieurs aux

prix étrangers, soit $Q_t = S_t \times \frac{P_t}{P_t^e}$. Exprimée en logarithme, cette relation devient : $q_t = s_t - p_t - p_t^e$.

Une variation du taux de change réel s'exprime donc comme la somme de la variation du taux de change nominal et de l'écart entre inflations intérieure et étrangère.

D'autres pays se sont orientés, parfois du fait des pressions exercées sur leur parité, vers des régimes plus flexibles. La Hongrie et la Pologne ont ainsi adopté un mécanisme de *crawling peg*, qui permet notamment de contenir les pressions inflationnistes en pilotant une dépréciation continue et pré-annoncée du taux de change nominal. En revanche, les autres pays sont parvenus à maintenir, au cours de la dernière décennie, une remarquable stabilité de leur taux de change effectif nominal, en dépit parfois d'attaques spéculatives (cf. Slovaquie et République tchèque en 1997 et 1998).

Pour certains pays, comme la Hongrie et la Pologne, voire la Slovénie, le processus plus graduel de désinflation ne s'explique pas uniquement par les stratégies de change mais pourrait également provenir de la préférence des autorités monétaires de ces pays pour des objectifs de stabilité interne des prix et de compétitivité sur les marchés extérieurs.

La mise en œuvre de politiques monétaires actives accordant un rôle limité à l'ancrage monétaire

Formellement, seule la Slovénie semble avoir fondé en partie sa stratégie de politique monétaire sur un ciblage monétaire, *via* une norme de progression de l'agrégat *M3* de 4 % par an. Cependant, il semble que des approches plus discrétionnaires, comme en Slovaquie, accordent également une place aux agrégats monétaires dans l'ancrage des anticipations d'inflation à long terme.

Au total, les évolutions de la masse monétaire ne semblent avoir joué qu'un rôle secondaire dans l'apparition de l'inflation au début des années quatre-vingt-dix, même si quelques auteurs ont pu parfois associer les poussées inflationnistes au laxisme monétaire caractérisant certains de ces pays au moment de la phase de transition (cf. Dabrowski, 1998). Pour l'essentiel, le choc d'inflation semble imputable à la libéralisation des échanges et à la déréglementation des prix.

Toutefois, comme le montre l'exemple des pays d'Europe centrale et notamment de la Pologne, cette libéralisation des prix a parfois été accompagnée d'une forte croissance monétaire (cf. graphiques ci-après). En outre, la phase de désinflation ne semble avoir réellement débuté que lorsque le rythme annuel de progression des agrégats monétaires, ici mesurés par *M2* — supérieur à 100 % par an dans certains pays —, est revenu à des niveaux raisonnables. Ce fut le cas pour la Pologne dès 1993, ainsi que la Hongrie à partir de 1995, la Slovaquie et la République tchèque à partir de 1998. En ce qui concerne les pays plus petits, tels que les pays baltes, le lien entre monnaie et prix semble en revanche plus lâche, notamment du fait du rôle important joué par le taux de change dans le mécanisme de formation des prix.

Devant les difficultés associées au ciblage monétaire, certains pays, comme la République tchèque, la Pologne et plus récemment la Hongrie ont finalement opté pour un ancrage des anticipations reposant sur une cible d'inflation.

Quelle que soit la stratégie de politique monétaire adoptée, le rythme annuel de progression des prix n'est passé sous le seuil de 10 % que lorsque les taux directeurs

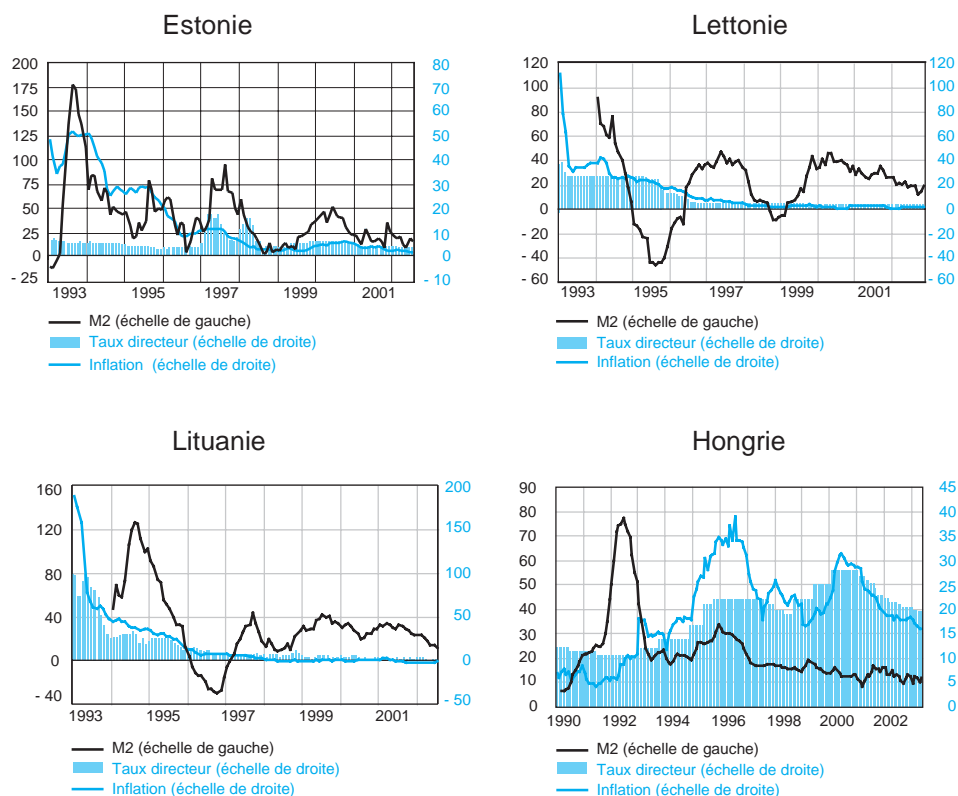
sont devenus durablement et significativement supérieurs aux taux d'inflation (cf. graphiques ci-après).

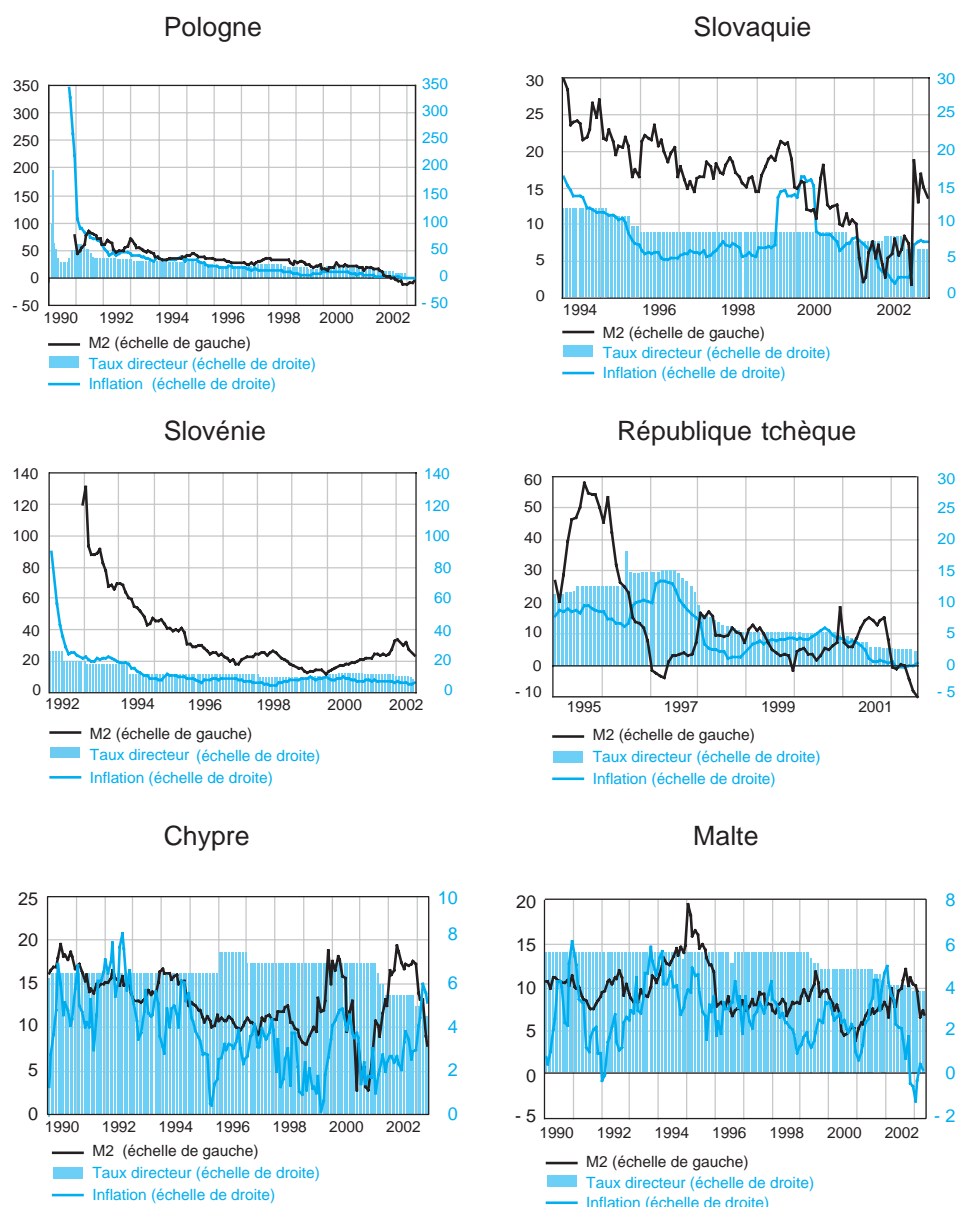
L'accélération de l'activité économique et l'évolution très dynamique de la demande dans la plupart des pays d'Europe centrale, mais également dans les pays méditerranéens, et la volonté des autorités monétaires de se créer une réputation anti-inflationniste ont nécessité la mise en œuvre de politiques monétaires actives.

Dans la plupart de ces pays, les taux d'intérêt réels sont devenus très largement positifs à partir de 1997 et le sont restés depuis, apportant une contribution essentielle à la phase de désinflation. Seule une inflexion récente de la politique monétaire en Slovaquie a ramené les taux d'intérêt réels vers des valeurs légèrement négatives depuis le début de l'année 2003.

Ces politiques monétaires actives ont, par ailleurs, permis une stabilisation des anticipations d'inflation à de bas niveaux. À titre d'illustration, l'enquête publiée en septembre 2003 par la société *Consensus Forecast* fait état de prévisions d'inflation de l'ordre de 2,1 % en République tchèque, 2,8 % en Slovaquie et 3 % en Hongrie et Pologne à l'horizon de 2009-2013.

Politique monétaire et inflation





Source : FMI – *International Finance Statistics (IFS)*

Réalisation : Banque de France

3. Enjeux et perspectives à moyen terme

On peut s'interroger sur le caractère soutenable des faibles niveaux d'inflation constatés dans certains pays accédants, en particulier dans un contexte où subsistent de puissants facteurs de hausse des prix (effets de type Balassa-Samuelson, poursuite de la déréglementation des prix administrés, convergence des prix agricoles). Le canal et la façon par lesquels cette appréciation réelle s'effectuera — *i.e. via* le taux de change nominal ou l'inflation — sont susceptibles de soulever certains problèmes, voire dilemmes, de politique monétaire.

En outre, la poursuite éventuelle du mouvement de baisse des taux d'intérêt, dans un contexte où l'inflation n'est pas nécessairement maîtrisée et où la demande intérieure est dynamique, soulève quelques interrogations en termes de stabilité financière.

Quelques dilemmes de politique monétaire

Par quel canal l'appréciation du taux de change réel peut-elle s'effectuer ?

Il subsiste dans les pays accédants de puissants facteurs structurels d'appréciation du taux de change réel, principalement liés au processus de convergence réelle et aux effets de rattrapage. Comme par le passé, les régimes de change actuellement en place conditionnent, à très court terme, le canal par lequel peut s'effectuer cet ajustement. Toutefois, à mesure que l'on s'approche de l'accession à l'Union européenne, les contraintes pesant sur cet ajustement pourraient devenir de plus en plus fortes.

Pour les pays ayant adopté un régime de change fixe ou un *currency board*, l'appréciation du taux de change réel ne peut s'opérer par le canal de l'appréciation nominale si l'on suppose la parité actuelle adaptée. Il subsiste donc à court terme un risque d'inflation élevée, en particulier pour les pays ayant adopté un *currency board* et chez lesquels l'appréciation réelle a jusqu'à présent paru la plus forte.

Pour les autres pays, les possibilités d'ajustement sont plus variées. Cependant, elles soulèvent pour certains pays d'autres questions qui se formulent en termes de crédibilité des objectifs, notamment des cibles d'inflation. Elles conduisent également à s'interroger sur les modalités d'appréciation des taux de change nominaux. En effet, les pays ayant opté pour des régimes de change flexible peuvent laisser s'apprécier le change nominal. Si ces pays souhaitent conserver une maîtrise des tensions inflationnistes internes, cette appréciation du taux de change nominal doit s'effectuer sans trop de contraintes. Or, un tel ajustement semble peu compatible avec la volonté manifestée par certains États d'entrer dans le MCE2 avec des marges de fluctuations restreintes.

On peut juger du potentiel d'inflation en considérant le niveau des prix dans les pays accédants, exprimé en termes relatifs par rapport à celui des quinze pays déjà membres de l'Union, en l'absence de modification du taux de change nominal.

Comme on peut le constater dans le tableau ci-après, le niveau des prix dans les pays accédants a fortement progressé au cours de la dernière décennie. Hormis le cas de Chypre — et peut-être de Malte pour lequel on ne dispose cependant pas de données —, dont le niveau des prix est proche de celui des Quinze, le niveau des prix dans les PECO reste inférieur de moitié environ à celui observé dans l'Union européenne.

Niveau des prix dans les pays accédants

Pays accédants	1989 (a)	1995 (a)	2000	2001 (b)
Estonie	nd	27,2	46,4	51,2
Lettonie	nd	26,6	53,8	52,1
Lituanie	nd	21,3	47,4	47,9
Hongrie	32,9	34,6	45,7	48,7
Pologne	33,5	34,5	54,5	60,9
Slovaquie	38,2	28,6	41,0	42,1
Slovénie	49,3	53,7	66,4	66,6
République tchèque	31,9	29,5	45,7	46,9
Chypre	nd	nd	82,2	89,9
Malte	nd	nd	nd	nd
Union européenne	100	100	100	100

(a) Niveaux relatifs déterminés à partir des déflateurs du PIB, P. BACKE (2002)

(b) Estimations

nd : non déterminé

Sources : OCDE – Eurostat (2003), à partir des prix de la consommation finale des ménages.

Une manière de mesurer les pressions inflationnistes sous-jacentes est d'évaluer la vitesse à laquelle le niveau des prix dans les PECO pourrait converger vers celui de la zone euro en l'absence de modification du taux de change nominal. On ne dispose pas ici de mesures des taux d'inflation anticipés à très long terme, mais si l'on suppose, à titre purement illustratif, que ces taux d'inflation correspondent au paramètre π^* estimé précédemment, on obtient, compte tenu du niveau actuel des prix et en supposant que l'inflation dans la zone euro croîtra au rythme de 1,9 % par an, l'estimation suivante du nombre d'années nécessaires à la convergence en niveau des prix.

Vitesse de convergence

Pays accédants	π^*	Nombre d'années nécessaires à la convergence du niveau des prix
Estonie	4,3	28
Lettonie	2,0	–
Lituanie	0,6	–
Hongrie	3,4	49
Pologne	0,0	–
Slovaquie	7,9	15
Slovénie	7,8	7
République tchèque	3,8	41
Chypre	2,8	13

Source : FMI – IFS,

Estimations : Banque de France

Les dilemmes de politique monétaire peuvent alors être posés dans les termes suivants : seuls des rythmes élevés d'inflation sont de nature à permettre une convergence rapide (*i.e.* de l'ordre d'une dizaine d'années) du niveau général des prix, mais de tels niveaux d'inflation sont très largement supérieurs à ceux de la zone euro. Si l'on souhaite contenir les tensions inflationnistes, il faut envisager une période longue de transition ou bien laisser s'apprécier suffisamment le taux de change nominal, mais cela doit *in fine* correspondre à de forts gains de productivité.

La question des régimes de change

L'entrée dans le MCE2 soulève à son tour de nombreuses questions ¹⁰. Dans un contexte où existent des pressions inflationnistes sous-jacentes liés à la forte progression de la demande et aux mécanismes de rattrapage, l'entrée en MCE2 implique pour de nombreux pays un changement de régime de change, et éventuellement une mise en cause des politiques monétaires qui avaient pu, jusqu'à présent et avec succès, contenir ces pressions. En effet, les systèmes d'arrimage à des devises autres que l'euro ne sont pas compatibles avec le mécanisme de change européen et il subsiste une incertitude sur la compatibilité des régimes de *currency board*. En outre, les politiques de change deviennent des éléments d'intérêt commun, c'est-à-dire excluant les décisions unilatérales.

Or, les contraintes peuvent s'avérer relativement fortes pour certains États qui devront satisfaire aux critères nominaux tout en adoptant un régime de change devant fonctionner sans préjudice pour l'objectif prioritaire de stabilité des prix, assigné à la Banque centrale européenne. Ces contraintes soulèvent des questions relatives à la soutenabilité des programmes de convergence, tant réelle que nominale, et au calendrier d'entrée dans le mécanisme de change.

Le choix de la bonne parité vis-à-vis de l'euro

Il existe une forte incertitude sur ce qu'est la bonne parité vis-à-vis de l'euro et le taux de change approprié au moment de l'entrée dans le mécanisme de change européen. Cette détermination est d'autant plus délicate que les pays accédants, et surtout les PECO, sont dans une phase de fort rattrapage.

D'une part, il existe, en raison de l'asymétrie induite par le Traité lui-même, une forte incitation pour les pays accédants à entrer dans le mécanisme de change avec un taux de change légèrement sous-évalué. En effet, le Traité proscriit toute dévaluation pendant une période de deux années avant l'adoption de l'euro alors qu'il ne disqualifie pas les États dont la devise s'apprécie durant cette même période.

Mais d'autre part, tous les PECO ont connu, au cours de ces dernières années, une très forte appréciation de leur taux de change réel, qui semble généralement, au vu de la littérature consacrée à ce sujet, largement supérieure à ce qui pourrait être imputé à des effets de rattrapage de type Balassa-Samuelson.

L'estimation de tels effets dépasse largement le cadre de cet article et l'on se contentera de ici de citer quelques mesures disponibles dans la littérature ¹¹.

¹⁰ Voir l'article de V. Coudert et J-P. Yanitch : « Dix ans de transition des régimes de change des pays d'Europe centrale et orientale candidats à l'Union européenne : bilan et perspectives », *Bulletin de la Banque de France*, n° 99, mars 2002.

¹¹ Coudert et Couharde (2002). Ce thème sera également abordé dans un article de V. Coudert à paraître dans un prochain *Bulletin*.

Quelques estimations des effets Balassa-Samuelson dans les pays accédants

Auteur	Backé et alii (2002)	Rother (2000) ¹²	Pelkmans et alii (2000) ¹³	De Broeck et alii (2001) ¹⁴	Corker et alii (2000) ¹⁵	Simon et alii (1998) ¹⁶
Pays	Hongrie Pologne Slovénie République tchèque	Slovénie	Ensemble des PECO	Ensemble des PECO	Hongrie Pologne Slovaquie Slovénie République tchèque	Hongrie
Effets de Balassa-Samuelson (appréciation réelle ou inflation en point de pourcentage)	0,35 – 9,7	1,5 – 2,0	3,8	0,8 – 1,6	3,0	1,6 – 2,9

Source : Ferdinandusse (2003)

La faible contribution des effets de type Balassa-Samuelson s'explique, en partie, par le fait que les mesures d'appréciation réelle — telles que celles utilisées dans le présent article — s'appuient généralement sur des indices de prix à la consommation, alors qu'elles devraient reposer sur des indices de prix relatifs concernant les seuls biens échangeables, ce qui tend à en surestimer l'ampleur. Mais il subsiste tout de même une incertitude sur le caractère structurel ou simplement transitoire de ce phénomène.

S'il est difficile de conclure sur ce point, de telles incertitudes incitent à s'interroger sur l'opportunité d'une entrée rapide dans le MCE2 à la suite de l'accession à l'Union européenne.

Enjeux de stabilité financière

La situation des pays accédants, notamment des PECO, présente quelques traits communs avec des économies développées, telles que le Royaume-Uni de la fin des années quatre-vingt, les pays scandinaves au début des années quatre-vingt-dix, ou des économies émergentes, comme les pays d'Amérique latine ou d'Asie du Sud-Est dans les années quatre-vingt-dix.

Ces caractéristiques communes sont l'importance des flux de capitaux, l'ampleur des déficits courants, l'insuffisance de l'épargne nationale et le dynamisme de la demande intérieure et du crédit, notamment à destination des ménages. L'expérience semble montrer qu'un lien existe entre, d'une part, ces flux de capitaux massifs et, d'autre part, le dynamisme du crédit, qui, dans les cas mentionnés ci-dessus, a conduit à une forte instabilité du prix des actifs, notamment immobiliers, et à une

¹² Rother (P.C.) (2000) : « *The Impact of Productivity Differentials on Inflation and the Real Exchange Rate: An Estimation of the Balassa-Samuelson Effects in Slovenia* », FMI – Staff Report for the 1999 article IV.

¹³ Pelkmans (J.), Gros (D.) et Nunez Ferrer (J.) (2000) : « *Long-Run Economic Aspects of the European Union's Eastern Enlargement* », WRR working Document W109, The Hague.

¹⁴ de Broeck (M.) et Sløk (T.) (2001) : « *Interpreting Real Exchange Rate Movements in Transition Countries* », FMI, working paper n° 56 / 01, mai.

¹⁵ Corker (R.), Beaumont (C.), van Elkan (R.) et Iakova (D.) (2000) : « *Exchange Rate Regime in Selected Advanced Transition Economies – Coping with Transition, Capital Inflows, and EU accession* », FMI, Policy Discussion Paper n° 00 / 3, avril.

¹⁶ Simon (A.) et Kovacs (M.A.) (1998) : « *Components of real exchange rate in Hungary* », NBH working paper, n° 3, mars.

fragilisation croissante du secteur bancaire par lequel ces flux de capitaux extérieurs ont transité (cf. par exemple Guerra de Luna, 2001). Ces épisodes de forte volatilité des prix d'actifs ont conduit, dans la plupart des cas, à une crise bancaire, voire plus largement à une crise financière.

On observe généralement qu'une part importante des capitaux d'origine étrangère est à l'origine d'une forte expansion du crédit, qui permet à son tour l'achat de biens, en particulier non échangeables. C'est le cas des biens immobiliers qui possèdent, en outre, plusieurs caractéristiques importantes. Leur part dans la richesse et la dépense des agents est importante et ils peuvent servir de collatéraux ou de garanties dans les transactions financières. Mais, dans le même temps, les amplitudes de fluctuations de prix de ces biens fragilisent la situation économique des agents. Par ailleurs, l'éventualité d'un rapatriement massifs des capitaux expose ces secteurs à des pertes financières importantes.

Il est sans doute abusif de généraliser un tel enchaînement et de l'appliquer au cas particulier des pays accédants à l'Union européenne. En effet, les flux d'investissements directs ont pallié l'insuffisance d'épargne nationale et permis le financement d'investissements productifs, favorables à la croissance économique et à la convergence réelle. Néanmoins, les risques de surchauffe sont bien présents. Ils pourraient être accentués par une éventuelle poursuite du mouvement de baisse des taux d'intérêt.

S'il existe de nombreux facteurs non monétaires à l'origine de la désinflation observée dans les pays accédants au cours des dix dernières années, il semble cependant que l'on puisse attribuer à la politique monétaire une part non négligeable dans l'accomplissement de ce processus.

En la matière, les progrès accomplis ont été considérables et, à la mi-2003, cinq pays sur dix connaissent des rythmes d'inflation inférieurs à ceux de la zone euro.

L'un des dilemmes qui se pose aux pays accédants souhaitant conserver de bas niveaux d'inflation et poursuivre leur convergence réelle est d'accepter des taux d'intérêt réels élevés, ce qui implique de forts gains de productivité et nécessite donc d'importantes réformes structurelles.

Les difficultés mentionnées dans cet article militent en faveur d'une attitude pragmatique de ces pays au moment de l'accession et suggèrent l'adoption d'un calendrier raisonné en ce qui concerne l'entrée dans le MCE2. En particulier, une entrée trop rapide dans le mécanisme de change pourrait s'avérer peu soutenable et inappropriée, compte tenu de l'importance des écarts structurels existant entre ces pays et ceux de la zone euro.

Références

Ådahl (M.) (2003) : « *Sustainability of low inflation in candidate countries* », note interne préparée pour le Comité des relations internationales de la BCE, Sveriges Riksbank, juillet.

Backé (P.) (2002) : « *Disinflation in Central and Eastern European EU Accession Countries* », Conférence de la Banque nationale de Pologne « *Economic policy directions in the OECD countries and emerging markets* », Varsovie, 21 et 22 mars.

Backé (P.), Fidrmuc (J.), Reininger (T.) et Schardax (F.) (2002) : « *Price Dynamics in Central and Eastern European EU Accession Countries* », Working Paper, n° 61, Banque nationale d'Autriche, février.

Blinder (A.), Goodhart (C.), Hildebrand (P.), Lipton (D.) et Wyplosz (C.) (2001) : « *How Do Central Banks Talk ?* », ICMB – CEPR, Geneva Reports on the World Economy.

Coudert (V.) et Couharde (C.) (2002) : « *Exchange Rate Regimes and Sustainable Parities for CEECs in the Run-up to EMU Membership* », document de travail du CEPII, décembre, à paraître dans la Revue économique, numéro spécial « *Monetary Areas* », en octobre 2003.

Dabrowski (M.) (1998) : « *Disinflation Strategies in Transition Economies and Their Effectiveness* », mimeo, Center For Social and Economic Research, Varsovie.

Ferdinandusse (2003) : « *Wie is er bang voor Balassa-Samuelson ? Een reactie op De Jong en Schmitz* », Maandschrift Economie cité dans l'étude de la Banque d'Espagne, de la Banque de France, de la Banque nationale du Danemark et de la Banque des Pays-Bas : « *Exchange rate flexibility versus fixity and challenges towards ERM II* », note interne préparée pour le Comité des relations internationales de la BCE, août 2003.

Guerra de Luna (A.) (2001) : « *Capital Inflows, Real Estate Cycles and Mortgage Crises : an International Perspective* », mimeo, Banque du Mexique, septembre.

Jaeger (A.) (2003) : « *The ECB's Money Pillar: An assessment* », IMF Working Paper, n° 82, avril.

Jonas (J.) et Mishkin (F. S.) (2003) : « *Inflation Targeting in Transition Countries: Experience and Prospects* », NBER Working Paper, n° 9667, avril.

Orphanides (A.) et Williams (J.C.) (2002) : « *Imperfect knowledge, inflation expectations and monetary policy* », Finance and Economics Discussion Series, Board of Governors of the Federal Reserve System, mai.

Schaechter (A.), Stone (M. R.) et Zelmer (M.) (2000) : « *Adopting Inflation Targeting : Practical Issues for Emerging Market Countries* », IMF Occasional paper, n° 202.